

2014年3月7日 全37頁

ボルカー・ルール（自己勘定取引の禁止編）

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2013年12月10日、米国の金融規制当局（FRB、CFTC、FDIC、OCC、SEC）は、共同でドッド・フランク法のボルカー・ルールに関する細目を定める規則を公表した。
- 規則は、ボルカー・ルールの下で、銀行等に対して禁止される自己勘定取引を、短期の転売などを目的とする「取引勘定」における金融商品の売買等に、当事者（principal）として関与することと定義している。また、銀行等による保有期間が60日未満の売買等については、その銀行等が反証できない限り、その金融商品の売買等は「取引勘定」として行われたものと推定するものとしている。
- 外国会社（例えば、日本の銀行など）による専ら米国外での活動は、原則、自己勘定取引禁止規制の対象とはならない。ただし、米国の銀行等の支配下でない、業務の大部分を米国外で行っている、自己売買の実行・決定を行う銀行等が米国内に所在しない、米国内に所在する支店・関係会社からファイナンスが提供されていないなどの要件を満たす必要がある。
- そのほか、ボルカー・ルール遵守等のため、当局への報告、記録作成などの義務も課されている。
- 2011年の原案と比較すると、外国政府機関債等の売買についての例外措置が講じられた、外国銀行等が米国の法人との間で行う自己勘定取引について一定の要件の下で認められた、などの変更が行われている。
- 規則は、2014年4月1日から施行される。ただし、（銀行等による）遵守の期限は、2015年7月21日とされている。また、トレーディング資産・負債に関する報告義務については、銀行等の規模に応じた段階的な適用が予定されている。

【目次】

はじめに	3
1. 自己勘定取引の原則禁止	5
(1)概要.....	5
(2)禁止の対象（「銀行等（banking entity）」）	5
(3)「自己勘定取引（proprietary trading）」とは？.....	6
(i)「取引勘定（trading account）」	7
(ii)「金融商品（financial instrument）」	9
(4)「自己勘定取引」に該当しない取引.....	10
2. 自己勘定取引禁止の例外.....	12
(1)「許容される活動（permitted activity）」	12
(i)政府機関債等（domestic government obligations）の売買	14
(ii)外国政府機関債等（foreign government obligations）の売買	14
(iii)引受け（underwriting activities）	16
(iv)マーケット・メイク（market making-related activities）	18
(v)リスク軽減のヘッジ活動（risk-mitigating hedging activities）	22
(vi)顧客のための取引（trading on behalf of customers）	25
(vii)保険会社の取引（trading by a regulated insurance company）	26
(viii)外国銀行等による投資活動（trading activities of a foreign banking entities）	27
(2)「許容される活動」であっても禁止される場合.....	30
(i)「重要な利益相反（material conflict of interest）」	31
(ii)「ハイリスク資産（high-risk asset）」	32
(iii)「ハイリスク取引戦略（high-risk trading strategy）」	32
3. コンプライアンス・プログラムなど.....	33
4. 施行時期.....	34
おわりに.....	34
(参考) ボルカー・ルール（自己勘定取引の禁止）の概略	35

はじめに

2013年12月10日、米国連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB)）、米国商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission (CFTC)）、米国連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)）、米国通貨監督局（Office of the Comptroller of the Currency, Treasury (OCC)）、米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission (SEC)）は、共同で「ボルカー・ルールを施行する最終規則を發布（“Agencies Issue Final Rules Implementing the Volcker Rule”）」と題するリリースを公表した¹。併せて、いわゆるボルカー・ルールの細則を定める各当局の共通規則（Common Rules）の本文、共通規則の前文（Preamble）に該当する「自己勘定取引及びヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドに対する一定の投資・関係の禁止及び規制（“Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds”）」（以下、「前文」と呼ぶ）、共通規則の概説資料（Fact Sheet）「『ボルカー・ルール』を施行する最終規則（Final Rules to Implement the “Volcker Rule”）」（以下、「概説資料」と呼ぶ）なども発表している²。

ボルカー・ルールとは³、2010年7月21日に成立した米国の金融規制改革に関する「ドッド・フランクウォール街改革及び投資者保護法（“Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”）」（以下、ドッド・フランク法）に盛り込まれた規制の一つである。具体的には、銀行等（banking entity）に対して、次の行為を、原則、禁止している⁴（ドッド・フランク法619条に基づく銀行持株会社法（The Bank Holding Company Act of 1956）13条(a)(1)）。

(A) 自己勘定取引（proprietary trading）

(B) ヘッジ・ファンド又はプライベート・エクイティ・ファンドの株式、パートナーシップその他の所有権の取得若しくは保有、又はこれら（ヘッジ・ファンド又はプライベート・エクイティ・ファンド）のスポンサーとなること（注）

（注）以下、「ヘッジ・ファンド投資等」と呼ぶ

もともと、ドッド・フランク法に限ったことではないが、法律そのものは基本的な原理・原則を定めているだけであり、実際に法律を適用するための実務上の細目・細則は、各当局の定

¹ FRBのウェブサイト（<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20131210a.htm>）に掲載されている。なお、特に断らない限り、翻訳は筆者による。

² FRBのウェブサイト（<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/boardmeetings/20131210openmaterials.htm>）などに掲載されている。

³ ボルカー・ルールに関しては、拙稿「ボルカールール」（2010年9月2日付レポート）など参照。

<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/10090201financial.html>

⁴ ドッド・フランク法成立の経緯を踏まえれば、本来、「自己勘定取引の禁止」と「ヘッジ・ファンド等投資の禁止」に加えて「金融機関の負債の市場シェアの上限規制」（ドッド・フランク法622条による銀行持株会社法14条(b)項）も含めて（広義の）ボルカー・ルールと呼ぶのが適切であると考えられるが、本稿では、便宜上、「自己勘定取引の禁止」と「ヘッジ・ファンド等投資の禁止」のみの（狭義の）ボルカー・ルールを取り扱う。

める規則に委任されていた(ドッド・フランク法 619 条に基づく銀行持株会社法 13 条(a)(2)など)。これを受けて、各当局は規則制定の作業を進め、ドッド・フランク法が成立した翌年(2011 年)10 月に共通規則案(Proposed Common Rules)をとりまとめ、意見募集手続(パブリックコメント)を行った⁵(以下、「原案」と呼ぶ)。

この原案に対しては、18,000 件を超える意見が寄せられた⁶。また、報道等によれば、ボルカー・ルールに批判的な金融機関などによるロビー活動が活発に行われたことに加え、当局の間でも様々な意見対立があったことなどから、最終規則の策定作業は難航した模様である⁷。それでも、今回の共通規則とりまとめによって、ルー米財務長官らが求めていた 2013 年内の最終規則策定⁸には、何とか間に合ったということになる。

共通規則は、ドッド・フランク法(厳密には、ドッド・フランク法に基づいて改正された銀行持株会社法)の定めるボルカー・ルールに則して、次のような構成となっている。

<p>Subpart A 権限及び定義 (Authority and Definitions) (1~2 条) ◇規則全体についての範囲 (scope)、目的、用語の定義などに関する規定</p> <p>Subpart B 自己勘定取引 (Proprietary Trading) (3~9 条) ◇禁止される自己勘定取引の範囲や、その適用除外に関する規定 ◇一定の取引に関する記録作成及び報告義務</p> <p>Subpart C 対象ファンド活動及び投資 (Covered Fund Activities and Investments) (10~19 条) ◇ヘッジ・ファンド投資等の禁止が課される範囲や、その適用除外に関する規定</p> <p>Subpart D コンプライアンス・プログラム、違反 (Compliance Program Requirement; Violations) (20~21 条) ◇コンプライアンス・プログラム(内部統制システムなど)の整備義務等に関する規定</p>
--

(注) これらのほか、補遺 (Appendix) として、次のものも定められている。

Appendix A : (ボルカー・ルール遵守等のため) 一定の銀行等に対して義務付けられる当局への報告など

Appendix B : 一定の銀行等のコンプライアンス・プログラムに対する追加的な要件 (enhanced minimum standards) など

本稿では、このうち「Subpart B 自己勘定取引」の概要を紹介する。なお、全体像については、本稿末尾の「(参考) ボルカー・ルール(自己勘定取引の禁止)の概略」も参照されたい。

⁵ FRB のウェブサイト (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20111011a.htm>) などに掲載されている。なお、拙稿「ボルカー・ルールの細則案(自己勘定取引の禁止編)」(2011 年 11 月 2 日付レポート)、「ボルカー・ルールの細則案(ファンド投資等の規制編)」(2011 年 12 月 21 日付レポート)なども参照。

<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/11110201financial.html>

<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/11122101financial.html>

⁶ 概説資料 p.1。

⁷ 2013 年 9 月 10 日付 THE WALL STREET JOURNAL 電子版 (online.wsj.com)、2013 年 9 月 24 日付日本経済新聞電子版など。

⁸ Anthony Reyes “Stepping on the Accelerator for the Implementation of Dodd-Frank” (7/19/2013) など参照。

<http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Stepping-on-the-Accelerator-for-the-Implementation-of-Dodd-Frank.aspx>

1. 自己勘定取引の原則禁止

(1) 概要

ドッド・フランク法は、「銀行等 (banking entity) 」⁹に対して、別段の定めのある場合を除き、自己勘定取引 (proprietary trading) を行うことを禁止している (ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(a)(1)(A)) 。

(2) 禁止の対象 (「銀行等 (banking entity) 」)

自己勘定取引が原則禁止される「銀行等 (banking entity) 」とは、法律上、具体的に次のものと定められている (ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(h)(1)) 。

- ①預金保険の対象となる預金の取扱金融機関 (insured depository institution)
- ②上記①を支配する会社
- ③1978 年国際銀行法 (International Banking Act of 1978) 8 条によって「銀行持株会社」として取り扱われる会社 (注)
- ④これらの会社の子会社・関係会社 (affiliate or subsidiary)

(注) 具体的には、米国内に支店や代理店を有する (米国から見た) 外国銀行やその親会社などが規定されている。

つまり、自己勘定取引が原則禁止されるのは、あくまでも預金保険制度によって保護された預金取扱業務を行ういわゆる商業銀行 (及びそのグループ会社等) ということになる。他方、いわゆる投資銀行や保険会社など商業銀行以外の金融機関については、預金取扱業務を行う子会社等を有しない限り、自己勘定取引は禁止されていない¹⁰。

ただし、共通規則は、次のものは「銀行等」から除外することとしている¹¹(共通規則 2 条(c)(2))。

⁹ “banking entity” の訳語としては、「銀行組織」、「銀行事業体」などが用いられる場合もある。

¹⁰ ただし、FRB が監督する非銀行金融機関であって、自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等を行う者については、原則、一定の資本規制などに服するものとされている (ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(a)(2)) 。

¹¹ 厳密には、共通規則における個々の禁止規定などの中では、“banking entity”とは別に、“covered banking entity”という用語が用いられている。これは新しい規則を最終的に各当局の規則に組み込むに当たって、各々の所轄する範囲 (例えば、OCC であれば国法銀行 (national bank) など、FRB であれば銀行持株会社 (bank holding company) や州法加盟銀行 (state member bank) など) と整合させるためと考えられる。なお、本稿では、便宜上、すべて「銀行等」の表記で統一する。

- (イ)「銀行等 (banking entity)」の定義の前記①～③のいずれにも該当しない対象ファンド (covered fund)
- (ロ) 1958 年中小事業投資法 (Small Business Investment Act of 1958) に定める中小事業投資会社 (small business investment company) が支配するポートフォリオ会社 (portfolio company) 又はポートフォリオ事業 (portfolio concern) であって、「銀行等 (banking entity)」の定義のうち前記①～③のいずれにも該当しないもの
- (ハ) FDIC の法人としての権限に基づく活動、及び連邦預金保険法 (Federal Deposit Insurance Act) 又はドッド・フランク法に基づく管理人 (conservator) 又は管財人 (receiver) としての活動

(イ)、(ロ)は、形式上、預金取扱金融機関の子会社・関係会社に該当し得るもののうち、自己勘定取引が禁止されれば、実質的にその活動が困難になり、制度の趣旨を没却しかねないものを除外したと思われる。なお、(イ)の「対象ファンド」とは、ボルカー・ルールのもう一つの柱である「ヘッジ・ファンド投資等の原則禁止」により、銀行等による取得が、原則、禁止されるヘッジ・ファンド等を意味する。例外的に銀行等による投資等が認められるファンド（及びこれらのファンドが支配するもの）については、（形式的に銀行等の子会社・関係会社に該当したとしても）自己勘定取引を許容することを意図するものではないかと思われる¹²。

(ハ)では、FDIC の活動が除外されている。FDIC は、預金取扱金融機関や一定の金融機関の破綻処理に当たって、管理人や管財人として、その資産や負債の移転などを行うこともあり得る（連邦預金保険法 11 条(d)(2)(G)、ドッド・フランク法 210 条(a)(1)(G)など）。こうした活動が、形式的には、ボルカー・ルールの「自己勘定取引の原則禁止」に抵触する可能性があるため、規制の対象とならないことを明確化するために設けられたものと思われる。

(3) 「自己勘定取引 (proprietary trading)」とは？

原則禁止される「自己勘定取引 (proprietary trading)」とは、法律上、「取引勘定 (trading account)」において、次の商品の売買その他の取得及び処分を行う取引に当事者 (principal) として関与することと定められている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条 (h)(4)）。

- ①有価証券
- ②デリバティブ

¹² 原案の趣旨につき、OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds”（以下、「原案の前文」） p.24 など参照。

- ③商品の先渡しによる売却契約（商品先物）
- ④これらの有価証券、デリバティブ、契約についてのオプション
- ⑤その他の有価証券又は金融商品であって当局が定めるもの

これを踏まえて、共通規則では、「自己勘定取引（proprietary trading）」を次のように定義している（共通規則3条(a)）。基本的には、上記の法律上の定義をなぞったものといえよう¹³。

「自己勘定取引（proprietary trading）」とは、銀行等の「取引勘定（trading account）」において、1又は複数の「金融商品（financial instruments）」の売買（purchase or sale）に、当事者（principal）として関与することをいう。

なお、原案では、「関係を有さない第三者のために代理（agent）、ブローカー（broker）、又はカストディアン（custodian）としてのみ活動している場合は、自己勘定取引（proprietary trading）には含まれない」という規定も設けられていた（原案3条(b)(1)）。

共通規則では、この部分を定義に関する規定から削除し、別途、「『自己勘定取引』に該当しない取引」（後述(4)）としてまとめて規定する体裁となっている¹⁴（共通規則3条(d)）。

「取引勘定」、「金融商品」¹⁵の定義は、以下のよう定められている。

(i) 「取引勘定（trading account）」

「取引勘定（trading account）」は、法律上、次のように定義されている（ドッド・フランク法619条による銀行持株会社法13条(h)(6)）。

- ◇ 短期間（near term）において売却する目的、その他短期間における価格変動により利益を上げるために転売する意図において、前記①～⑤の有価証券及び金融商品を当事者（principal）として買付け、又はそのポジションの取得に利用される勘定
- ◇ 上記のほか、所轄する連邦銀行当局、証券取引委員会（SEC）、商品先物取引委員会（CFTC）が規則によって定める勘定

¹³ 前文 p.29。

¹⁴ 前文 p.31 参照。

¹⁵ 原案では「対象金融ポジション（covered financial positions）」とされていた。この語句の修正については、特に実質的な変更を伴うものではないと説明されている（前文 p.29 note.78 参照）。

これを踏まえて、共通規則では、「取引勘定 (trading account) 」を、銀行等が用いる次の(A)～(C)のいずれかに該当する勘定と定めている (共通規則 3 条(b)(1))。

- (A) 次のいずれかの目的のために、1 又は複数の「金融商品 (financial instruments) 」を売買するための勘定
- (イ) 短期の転売 (short-term resale)
 - (ロ) 現実の又は期待される短期の価格変動により利益を得ること (benefitting from actual or expected short-term price movements)
 - (ハ) 短期の裁定利益の現実化 (realizing short-term arbitrage profits)
 - (ニ) 前記(イ)～(ハ)に掲げる金融商品の売買から生じる 1 又は複数のポジションのヘッジ
- (B) 1 又は複数の「金融商品 (financial instruments) 」の売買のための勘定であって、「市場リスク資本ルール (market risk capital rule) 」 (注) が適用されるポジションかつトレーディング・ポジション (又は他の「市場リスク資本ルール」が適用されるポジションのヘッジ) であるもの。ただし、銀行等、又はその銀行等の子会社等が、預金取扱金融機関、銀行持株会社又は貯蓄貸付持株会社 (savings and loan holding company) であり、かつ、市場リスク資本ルールに基づいてリスク・ベース資本比率 (risk-based capital ratios) を算定している場合に限る。
- (C) 銀行等が次のいずれかに該当する場合において、1 又は複数の「金融商品 (financial instruments) 」を、どのような目的であれ、売買するための勘定
- (イ) ディーラー、スワップ・ディーラー (swap dealer)、証券スワップ・ディーラー (security-based swap dealer) の業務に従事するために認可・登録された、又は認可・登録が義務付けられたものであって、その金融商品が、その銀行等が認可・登録を義務付けられるこれらの活動に関連付けられて、売買される場合
 - (ロ) 米国外においてディーラー、スワップ・ディーラー、証券スワップ・ディーラーの業務に従事し、その金融商品が、これらの業務の活動に関連付けられて、売買される場合

(注) FRB 規則 (12CFR3 など) に定める自己資本比率規制のマーケットリスク規制のこと (共通規則 3 条(e) (11) 参照)。

(A)は短期売買等、(B)は「市場リスク資本ルール」の適用対象となる銀行等の取引、(C)はディーラーとしての取引を「自己勘定取引」として規定している。これは原案の基本的な枠組みを踏襲したものである。

なお、(A)(イ)が定める「短期の転売」に関して、「短期 (short-term) 」の具体的な定義は定められていない。ただし、共通規則では、銀行等による保有期間が 60 日未満の売買等については、これを「取引勘定」と推定する規定が、別途、設けられている。

具体的には、銀行等が「金融商品」を保有する期間が 60 日未満 (fewer than sixty days) である場合、又は買付け (売付け) から 60 日以内 (within sixty days) に実質的にその金融商品のリスクを移転した場合には、その銀行等が、すべての事実と状況に基づいて (based on all relevant facts

and circumstances)、主として前記(A)の目的(短期売買等)のためにその金融商品を買付けた(売り付けた)のではないことを証明¹⁶しない限り、その金融商品の買付け(売付け)は「取引勘定」として行われたものと推定(presume)することと定められている(共通規則3条(b)(2))。

原案にも同様の規定が設けられていたが、概ね、次の3点について修正を加えたと説明されている¹⁷。

- 個々の買付け(売付け)について「取引勘定」として行われたものと推定するのであって、その売買が帰属する勘定全体を「取引勘定」と推定するわけではないことを明確化
- 銀行等がある金融商品を買付け、実質的に同類の金融商品(substantially similar instrument)を売り付けた(又はそのリスクを移転した)場合も、推定規定の対象となる旨を明確化
- 一部の語句の修正、調整

なお、原案では、一定のポジションを買付け又は取得するために用いられる勘定は「取引勘定」に該当しないとの規定が設けられていた(原案3条(b)(2)(iii))。共通規則では、この部分を「取引勘定」に関する規定から削除し、別途、「『自己勘定取引』に該当しない取引」(後述(4))としてまとめて規定する体裁となっている(共通規則3条(d))。

(ii) 「金融商品(financial instrument)」

「自己勘定取引」の対象となる「金融商品(financial instrument)」とは、次のものをいうとされている(共通規則3条(c)(1))。

- ◇証券(証券に関するオプションを含む)
- ◇デリバティブ(デリバティブに関するオプションを含む)
- ◇将来において受け渡す商品(commodity)の売付け契約(又は、将来において受け渡す商品の売付け契約に関するオプション)

基本的には、前述の法律(ドッド・フランク法に基づく銀行持株会社法)が定めるものを踏まえた内容となっている。

なお、共通規則は、次のものについて「金融商品」に該当せず、自己勘定取引禁止の対象と

¹⁶ 銀行等のコストや負担を軽減する観点から、反証は関連するポジションのグループについて行うことを認めるとの見解が示されている(前文 p.47)。

¹⁷ 前文 pp.47-48。

はならないものとしている（共通規則 3 条(c)(2)）。

○ローン (loan)

○商品 (commodity)

ただし、次の(i)～(ii)は除く（つまり、(i)～(ii)は自己勘定取引禁止の対象となる）

(i) 商品取引所法 (Commodity Exchange Act) の定める除外商品 (excluded commodity) (注 1)
(注 2)

(ii) デリバティブ

(iii) 将来において受け渡す商品の売付け契約

(iv) 将来において受け渡す商品の売付け契約に関するオプション

○外国為替又は貨幣 (foreign exchange or currency)

(注 1) 金利、証券指数、インフレーション指数、契約等の当事者のコントロールの及ばない金融・商業・経済的影響と結びついた事象などが規定されている (Commodity Exchange Act § 1a(19))。これらは、自己勘定取引禁止の対象となる。

(注 2) 外国為替又は貨幣 (foreign exchange or currency) を除く。つまり、自己勘定取引禁止の対象外となる。

なお、日本銀行などから要望¹⁸のあった外国為替スワップ取引やフォワード取引の適用除外は、「銀行等がこれらを利用して、銀行持株会社法 13 条の目的や意図に反して、自己勘定取引に従事することができてしまう」¹⁹との理由により認められなかった。

(4) 「自己勘定取引」に該当しない取引

共通規則は、一定の取引について、そもそも「自己勘定取引」には該当しない旨を定めている。銀行等による取引が認められるという点では、後述する「許容される活動 (permitted activity)」(後述 2 (1)) と類似している。しかし、「許容される活動」が、本来、「自己勘定取引」には該当するものの、例外的に許される取引であるのに対して、これらの取引は、そもそも「自己勘定取引」には当たらないため、元々、禁止の対象ではないと位置付けられる²⁰。

具体的には、次の取引が掲げられている（共通規則 3 条(d)）。

① 銀行等による 1 又は複数の金融商品の売買であって、文書に基づき (in writing)、定められた資産を定められた価格において、定められた時期又は相手方の請求に応じて行う買付けと売付けの双方を同時に合意した買戻し又は売戻し契約に基づくもの

¹⁸ 日本銀行ウェブサイト (http://www.boj.or.jp/announcements/release_2012/rel120112a.htm/) など参照。

¹⁹ 前文 p.54。

²⁰ 前文 p.54。

- ②銀行等による一又は複数の金融商品の売買であって、文書に基づき、貸し手が貸し付けた証券の所有者としての経済的な利益を保持し、かつ、取引を解除して、合意された条件により貸し付けた証券の返還を受ける権利を有する内容の証券貸借契約（**securities lending agreement**）に従って、証券を一時的に他の者に貸し付け又は借り入れる取引に基づくもの
- ③銀行等による証券の売買であって、次のいずれにも該当する文書化された流動性マネジメントプラン（**documented liquidity management plan**）に従った流動性マネジメント目的に基づくもの
- 流動性マネジメント目的に用いるべき特定の証券、流動性マネジメントに合致する証券の数量、種類並びにリスク、及び特定の証券を用いることができる（又は用いなければならない）流動性環境を、特に予定（**contemplate**）し、指定（**authorize**）している。
 - そのプランにより予定され、指定された証券の売買が、主として銀行等の流動性マネジメント目的で行われ、短期での転売、現実の（又は期待される）短期の価格変動により利益を得ること、短期の裁定利益の実現、これらの短期目的でとられたポジションのヘッジを目的として行われなことを定めている。
 - 流動性マネジメント目的で売買される証券が、高い流動性を有し、市場、信用その他のリスクから銀行等が短期の価格変動によってかなりの損益を生じることを合理的に期待できないものに限定されていることを定めている。
 - 流動性マネジメント目的で売買される証券が、当該目的で売買される他の商品と合わせて、銀行等の短期間（**near-term**）の資金調達ニーズ（**funding needs**）に合致するものとして、銀行等及びその子会社等の通常の事業からの乖離も含めて、プランにおいて特定された手法に従って予測（**estimated**）され、文書化（**documented**）された数量に限定されている。
 - 6条(a)項又は(b)項による適用除外（政府機関債等又は外国政府機関債等の売買。後述2(1)(i)(ii)参照）の対象とならない証券の売買が、流動性マネジメント目的であり、かつ、この③に定める流動性マネジメントプランに沿ったものであることを担保するための文書化された方針及び手続、内部統制、分析（**analysis**）、独立テスト（**independent testing**）を含む。
 - 流動性マネジメントに関する当局による監督上の要求、ガイダンス、期待（**expectations**）に合致する。
- ④銀行等による一又は複数の金融商品の売買であって、商品取引所法に基づくデリバティブ清算機関（**derivative clearing organization**）又は証券取引所法に基づく清算機関（**clearing agency**）である銀行等により、金融商品の清算に関連して行われるもの
- ⑤清算機関、デリバティブ清算機関又は指定金融市場施設（**designated financial market utility**）のメンバーである銀行等による適用除外清算活動（**excluded clearing activities**）
- ⑥銀行等による一又は複数の金融商品の売買であって、次のいずれかに該当するもの
- 銀行等又はその顧客の既存の引渡義務を履行する買付け（又は売付け）。引渡し、清算、決済活動との関係で、引渡義務の不履行を予防又は解消するものを含む

一司法上、行政上、自主規制上、調停上の手続との関係で、銀行等が負う義務を利用する買付け（又は売付け）

- ⑦銀行等による一又は複数の金融商品の売買であって、専ら、代理 (agent)、ブローカー (broker)、又はカストディアン (custodian) としての活動によるもの
- ⑧銀行等による一又は複数の金融商品の売買であって、当該銀行等の報酬の後払い (deferred compensation)、株式ボーナス (stock-bonus)、利益分配 (profit-sharing)、年金プラン (pension plan) を通じて行われ、当該銀行等が、その従業員又は退職者を受益者とする受託者 (trustee) として、直接又は間接に売買を行う場合にあっては、合衆国法又は外国法に基づいて設定管理されているもの
- ⑨銀行等による一又は複数の金融商品の売買のうち、善意で (in good faith) 事前に契約された負債を回収する通常の手続 (in the ordinary course) により行われるものであって、実務上、可能な限り早く、銀行等が当該金融商品を処分し、当局が認める期間を超えて保有することがないもの

①は、いわゆる買戻条件付契約 (repurchase and reverse repurchase arrangement) に基づく売買、②は、いわゆる証券貸借取引に基づく売買が想定されている。いずれも、実質的に担保付ローン (secured loans) であって、資産の価格変動を期待したものではないと考えられることから、自己勘定取引に該当しないと説明されている²¹。

③は、真正な (bona fide) 流動性マネジメント目的に基づく売買である。これは、銀行等が短期間の流動性ニーズを管理する上で必要な手段を確保するためのものであるため、と説明されている²²。なお、濫用を防止するため、原案よりも要件が厳格化されている。

④⑤は、清算機関やそのメンバーによる清算に関連した一定の売買、⑥は、一定の義務の履行のために行われる売買、⑦は、専ら、代理 (agent)、ブローカー (broker)、又はカストディアン (custodian) としての売買、⑧は、年金プランの受託者などとしての売買、⑨は、担保の取得と売却など一定の負債の回収手続における売買と整理できるだろう。

2. 自己勘定取引禁止の例外

(1) 「許容される活動 (permitted activity) 」

ドッド・フランク法の下では、自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等の禁止（及び規制）の例外となる「許容される活動 (permitted activity) 」が比較的広範囲に規定されている。これ

²¹ 前文 p.57、59 など。

²² 前文 p.63 など。

らの「許容される活動 (permitted activity)」に該当する場合には、例外的に、銀行等による自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資が許容されることとなる。

「許容される活動 (permitted activity)」としては、法律上、次のものが掲げられている (ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(1))。

- ①一定の政府機関債等の売買 (具体的には次のもの)
 - ◇合衆国及びその関係機関 (agency) の債券 (obligations) の売買
 - ◇GNMA、FNMA など一定の機関の債券 (obligations)、参加証券 (participations) その他の証書等の売買
 - ◇州及びその関係組織 (political subdivision) の債券 (obligations) の売買
- ②引受け又はマーケット・メイク活動との関連で行われる取引であって、顧客、利用者又は取引相手が必要とする範囲を超えないことが合理的に想定されるように設定されたもの
- ③リスク軽減のためのヘッジ活動で個別又は全体のポジション、契約その他の保有と関連付けられたもの
- ④顧客のため (on behalf of customers) に行われる売買等
- ⑤一定の法令等に基づく小規模事業投資会社投資や公益 (public welfare) 促進投資など
- ⑥保険会社による法令等を遵守した一般勘定取引 (general account)
- ⑦真正な管理、信託又は投資助言サービス (bona fide trust, fiduciary, or investment advisory services) の提供としてのヘッジ・ファンド等の組成・販売であって、一定の要件を満たすもの
- ⑧外国銀行等 (米国会社により直接又は間接に支配されているものを除く) による専ら合衆国外における自己勘定取引
- ⑨外国銀行等 (米国会社により直接又は間接に支配されているものを除く) による専ら合衆国外におけるヘッジ・ファンド投資等 (米国居住者に対して持分が募集又は販売されないものに限る)
- ⑩その他、所轄する連邦銀行当局、SEC、CFTC が、銀行等の安全性・健全性、合衆国の金融の安定性の促進・保護の観点から、規則によって定める活動

これらのうち、共通規則は、自己勘定取引禁止に関連するものとして、「政府機関債等の売買」(共通規則 6 条(a))、「引受け、マーケット・メイク」(同 4 条)、「ヘッジ」(同 5 条)、「顧客のための売買等」(同 6 条(c))、「保険会社の取引」(同 6 条(d))、「外国銀行等」(同 6 条(e)) (上記①②③④⑥⑧参照)に加えて、「外国政府機関債等の売買」(同 6 条(b))を取り上げて、その詳細を規定している。

以下、銀行等の自己勘定取引に該当するものの、例外的に「許容される活動」として認めら

れる行為の概要を紹介する。

(i) 政府機関債等 (domestic government obligations) の売買

銀行等による自己勘定取引が許容される (米国) 政府機関債等の範囲について、共通規則は次のように定めている (共通規則 6 条(a))。

- ①合衆国の (又は、合衆国が発行・保証する) 債券 (obligation)
- ②合衆国の関係機関 (agency)、米国連邦政府抵当金庫 (the Government National Mortgage Association (GNMA))、米国連邦住宅抵当公庫 (the Federal National Mortgage Association (FNMA))、米国連邦住宅金融抵当公庫 (the Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC))、米国連邦住宅貸付銀行 (a Federal Home Loan Bank)、米国連邦農業金融抵当金庫 (the Federal Agricultural Mortgage Corporation)、米国農業信用制度機関 (a Farm Credit System institution) の (又は、その発行・保証する) 債券 (obligation)、参加証券 (participation) その他の証書等
- ③州及びその関係組織 (political subdivision) の債券 (obligation) (地方債証券 (municipal security) を含む)
- ④FDIC、又は FDIC によって (FDIC のために) 設立された法人の債券 (obligation) であって、FDIC の法人としての権限に基づく活動、及び連邦預金保険法又はドッド・フランク法に基づく管理人 (conservator) 又は管財人 (receiver) としての活動において、取得・保有する資産の処分を促進する目的を有するもの

①～③は、基本的に、前記の法律が定めるものを踏襲したものである。なお、①②については、合衆国 (連邦) 政府などが、直接、債務者となるものだけでなく、保証するもの (guaranteed by) も含まれることが明確化されている (共通規則 6 条(a)(1)(2))。

④では、FDIC 等の債券についても、政府機関債等の一種として適用除外を認めることとしている。FDIC による金融機関の破綻処理を円滑に進めるためと考えられる²³。

(ii) 外国政府機関債等 (foreign government obligations) の売買

原案では、米国政府機関債等と異なり、外国政府機関債等の売買については、自己勘定取引禁止の適用除外を認める規定が設けられていなかった。そのため、日本、カナダ、ドイツ、オーストラリアをはじめ、米国以外の政府機関、中央銀行などから、多数の反対意見 (外国政府

²³ 前文 p.368。

機関債等の売買についても適用除外を認めるべきとの意見）が寄せられたようである²⁴。

これを受けて、共通規則では、外国銀行等の米国子会社等（Affiliates of foreign banking entities in the United States）と、米国銀行等の外国子会社等（Foreign affiliates of a U.S. banking entity）を対象に、一定の要件の下に、外国政府機関債等の自己勘定取引を認める適用除外規定を設けることとしている。具体的な内容は、次の(イ)(ロ)の通りである。

なお、米国銀行等本体が行う外国政府機関債等の自己勘定取引については、（後述する引受けやマーケット・メイクなどに該当する場合を除き）適用除外は認められていない（つまり、自己勘定取引は、原則、禁止されている）。

(イ) 外国銀行等の米国関係会社（Affiliates of foreign banking entities in the United States）

共通規則は、次のすべての要件を満たす限り、銀行等（預金取扱金融機関だけではなく、その子会社・関係会社なども含まれる点に留意。前記1(2)参照）が行う、外国政府（外国政府がメンバーとなっている多国籍中央銀行（multinational central bank）を含む）、その関係機関（agency）又はその関係組織（political subdivision）の債券（obligation）の売買には、自己勘定取引禁止を適用しないものと定めている（共通規則6条(b)(1)）。

- ①その銀行等が、次のいずれにも該当すること
- 外国法に基づいて設立されている、又は外国法に基づいて設立された銀行等によって、直接、間接に支配されている
 - その銀行等をグループの最上位において直接、間接に支配する銀行等（top-tier banking entity）が、合衆国の法律に基づいて設立されたものではない
- ②（売買の対象となる）金融商品が、前記①の設立地の本国政府（本国政府がメンバーとなっている多国籍中央銀行を含む）、その関係機関又はその関係組織の（又はこれらが発行・保証する）債券（obligations）であること
- ③自己勘定での売買が、（米国 FDIC による預金保険の対象となる）預金取扱金融機関によって行われるものではないこと

①は、銀行等（又はそれを支配する銀行等）が外国法に基づいて設立されていること、②は、その設立地の本国政府等の債券の売買であること、③は、実質的に米国の銀行等による脱法的な売買でないことを要件として定めている。

²⁴ 前文 p.369。

(ii) 米国銀行等の外国関係会社 (Foreign affiliates of a U.S. banking entity)

共通規則は、次のすべての要件を満たす限り、合衆国の連邦法又は州法に基づき設立された銀行等が保有又は支配する外国法人 (foreign entity) が行う、外国政府 (外国政府がメンバーとなっている多国籍中央銀行 (multinational central bank) を含む)、その関係機関 (agency) 又はその関係組織 (political subdivision) の債券 (obligation) の売買には、自己勘定取引禁止を適用しないものと定めている (共通規則 6 条(b)(2))。

- ①その外国法人は、次のいずれかに該当すること
 - FRB 規則 (Regulation K) (注) に定める外国銀行
 - 外国政府によって規制される証券ディーラー
- ② (売買の対象となる) 金融商品が、その外国法人の設立地の本国政府 (本国政府がメンバーとなっている多国籍中央銀行を含む)、その関係機関又はその関係組織の (又はこれらが発行・保証する) 債券 (obligation) であること
- ③ (売買の対象となる) 金融商品が、その外国法人によって所有されていること、かつ、合衆国に所在、若しくは合衆国の連邦法又は州法によって設立されたその関係会社によってファイナンスされていないこと

(注) 後述(viii)参照。

①は、(米国銀行等の) 関係会社が、外国銀行・外国証券ディーラーに該当すること、②は、その設立地の本国政府等の債券の売買であること、③は、実質的に米国の銀行等による脱法的な売買でないことを要件として定めている。

(iii) 引受け (underwriting activities)

銀行等が、一定の要件の下で行う「引受け (underwriting activities)」については、自己勘定取引禁止の対象とはならない (共通規則 4 条(a)(1))。つまり、銀行等は自己勘定による売買が可能である。

銀行等の行う「引受け」について、適用除外が認められるためには、次の①～⑤のすべての要件を満たさなければならない (共通規則 4 条(a)(2))。これらの要件は、大まかに、①「分売の引受人」要件、②「顧客等の短期間の需要」要件、③「コンプライアンス・プログラム」要件、④「報酬」要件、⑤「登録 (業務資格)」要件と整理できるだろう。

- ①その銀行等は、証券の分売 (distribution) (注1) の引受人 (underwriter) (注2) として行動し、かつ、そのトレーディング・デスクの引受ポジションが、その分売に関連づけられている。
- ②トレーディング・デスクの引受ポジションにおける証券の数量及び種類は、合理的に期待さ

れる顧客 (clients)、利用者 (customers)、取引相手 (counterparties) の短期間 (near term) の需要を超えることのないように計画 (design) されており、かつ、その対象となる証券の流動性 (liquidity)、満期 (maturity)、市場の深さを考慮して、合理的な期間内に、その引受ポジションを処分その他減少させるための合理的な取組み (reasonable efforts) がなされている。

③その銀行等が、引受けの適用除外要件を遵守することを担保するよう合理的に設計された、Subpart D (注3) に定める内部コンプライアンス・プログラム (internal compliance program) を整備 (establish)、実施 (implement)、維持 (maintain)、執行 (enforce) している。なお、コンプライアンス・プログラムには、合理的に策定され文書化された方針及び手続 (policies and procedures)、内部統制 (internal controls)、分析 (analysis)、独立テスト (independent testing) であって、次の(A)~(D)を特定し (identifying)、取り上げている (addressing) ものが含まれていること。

(A)各トレーディング・デスクが、引受けの一環として売買又は管理することができる商品 (products, instruments) 又はエクスポージャー

(B)各トレーディング・デスクについて、合理的に期待される顧客 (clients)、利用者 (customers)、取引相手 (counterparties) の短期間 (near term) の需要を含む、その引受けの性質 (nature) 及び数量 (amount) に基づいた次の(1)~(3)に関する制限 (limits)

(1)引受ポジションの数量、種類及びリスク

(2)引受ポジションにより生じるリスク要素についてのエクスポージャー・レベル

(3)証券を保有できる期間

(C)各トレーディング・デスクによる制限の遵守についての内部統制及び継続的なモニタリング・分析

(D)トレーディング・デスクの制限を超えるような取引のレビュー (review) と承認 (approval) を求める拡大手続 (escalation procedures)、トレーディング・デスクの制限の暫定的又は恒久的な拡大の根拠についての論証できる分析 (demonstrable analysis)、これらの論証できる分析や承認についての独立レビュー (independent review) を含む承認手続 (authorization procedures)

④ (適用除外が認められる) 引受けに従事する者の報酬の取決め (compensation arrangements) が、禁止されている自己勘定取引に対する報奨又はインセンティブとならないように設計されている。

⑤その銀行等が、適用される法律に基づき、(適用除外が認められる) 引受けに関する業務を行うために必要な免許又は登録を受けている。

(注1) 次のいずれかに該当するものをいう (共通規則 4条 (a) (3))

◇証券の募集 (1933年証券法に基づく登録義務の有無を問わない) であって、特別な販売の取組み (selling effort) や販売手法 (selling method) が存在する点で、通常の売買取引と区別されるもの

◇証券の募集であって、1933年証券法に基づく効力を有する登録届出書 (registration statement) に従って行われたもの (注2) 次のいずれかに該当するものをいう (共通規則 4条 (a) (4))

◇次のいずれかについて、発行者又は売出人 (selling security holder) と合意している者

- 分売のため、発行者又は売出人から証券を購入すること
 - 発行者又は売出人のために証券の分売に従事すること
 - 発行者又は売出人のために証券の分売を管理 (manage) すること
- ◇発行者又は売出人のためにその証券の分売に参加することに合意又は実際に参加している者
 (注3) 具体的には、文書化された方針・手続、内部統制システム、マネジメント・フレームワーク、独立テスト等、トレーディング担当者やマネージャーの訓練、記録の作成保存などが定められている (共通規則 20 条(b))。

原案では、銀行等の行う「引受け」について適用除外が認められるための要件の設定は、売買が真正に (bona fide) 引受けに関連して行われたことを担保するという観点から行われたと説明されていた²⁵。

最終的な共通規則においても、基本的には、こうした原案の考え方や枠組みが維持されているものと考えられる。ただ、本稿では詳細には立ち入らないが、分売 (distribution) や引受人 (underwriter) の定義の見直しや、トレーディング・デスクの引受ポジション (the trading desk's underwriting position) に焦点を当てた規定の整理など、一部、重要な修正がなされている。これは、原案に対して寄せられた意見等を踏まえ、規定の明確化を図り、(銀行等が) 引受人として、発行者等のために資金調達を促進する行為をより広くとらえることができるようにしたものとして説明されている²⁶。

なお、原案では、銀行等が受け取る「引受け」の対価 (手数料など) についても、それが「引受け」対象の価値の騰貴などに関連付けられていないことが要件として定められていた (原案 4 条(a)(2)(vi))。最終的な共通規則では、こうした銀行等が受け取る「引受け」の対価に関する要件は削除されている。この点については、別途、合理的な期間内での引受ポジションの処分等を要求していること (前記②) や、「分売」 (distribution) に該当するか否かの判断に当たって、その対価も考慮され得ることなどから、(直接的な規定を設けなくても) 引受人の収益源について「十分なコントロール (sufficient controls)」が、規制上、組み込まれているためとの説明がなされている²⁷。その意味では、要件そのものは削除されたものの、その思想・理念 (≒「引受け」を隠れ蓑とした「自己勘定取引」は許されない) は維持されているものと思われる。

(iv) マーケット・メイク (market making-related activities)

銀行等が行う「マーケット・メイク関連活動 (market making-related activities)」は、一定の要件を満たす限り、自己勘定取引禁止の対象とはならない (共通規則 4 条(b)(1))。つまり、銀行等は自己勘定による売買が可能である。

銀行等が行う「マーケット・メイク関連活動」について、適用除外が認められるためには、次の①～⑥のすべての要件を満たさなければならない (共通規則 4 条(b)(2))。これらの要件は、大まかに、①「恒常的な売買 (マーケット・メイク) の用意」要件、②「顧客等の短期間の需要」要件、③④「コンプライアンス・プログラム」(その制限を超えた場合の対応を含む) 要

²⁵ 前文 p.82、原案の前文 p.47。

²⁶ 前文 pp.83-84。

²⁷ 前文 pp.138-139。

件、⑤「報酬」要件、⑥「登録（業務資格）」要件と整理できるだろう。

①恒常的に（*routinely*）、金融エクスポージャー（注1）を設定（*establish*）・管理（*manage*）するトレーディング・デスクが、その金融エクスポージャーに関連する1又は複数の種類の金融商品を売買する用意があり、かつ、当該種類の金融商品の流動性（*liquidity*）、満期（*maturity*）、市場の深さ（*depth of the market*）に適切に基づいて、営業上、合理的な規模で、市場周期（*market cycles*）を通して、自己の計算で当該種類の金融商品の気配提示、売買その他のロング及びショート・ポジションの形成を行う意思と能力をもつ。

②（その銀行等の）トレーディング・デスクのマーケット・メーカーとしての在庫（*inventory*）における金融商品の数量（*amount*）、種類（*types*）、リスクが、次の(A)及び(B)の点に基づいて、継続的に（*on an ongoing basis*）、合理的に期待される顧客（*clients*）、利用者（*customers*）、取引相手（*counterparties*）の短期間（*near term*）の需要を超えることのないように計画（*design*）されている。

(A)当該種類の金融商品の流動性（*liquidity*）、満期（*maturity*）、市場の深さ（*depth of the market*）

(B)トレーディング・デスクがマーケット・メイク（ブロック・トレードを通じるものを含む）を行う金融商品の（に関連する）過去における顧客の需要、現在の金融商品の在庫、市場その他の数量、種類、リスクに関する要素についての論証できる分析（*demonstrable analysis*）

③その銀行等が、「マーケット・メイク関連活動」の適用除外要件を遵守することを担保するよう合理的に設計された、Subpart D（注2）に定める内部コンプライアンス・プログラム（*internal compliance program*）を整備（*establish*）、実施（*implement*）、維持（*maintain*）、執行（*enforce*）している。なお、コンプライアンス・プログラムには、合理的に定められ文書化された方針（*policies*）及び手続（*procedures*）、内部統制（*internal controls*）、分析（*analysis*）、独立テスト（*independent testing*）であって、次の(A)～(E)を特定し（*identifying*）、取り上げている（*addressing*）ものが含まれていること。

(A)各トレーディング・デスクが、上記①に基づいて売買する用意がある金融商品

(B)次の(C)に定める制限に合致させるべく、直ちに（*promptly*）、金融エクスポージャーのリスクの明確な減少、その他、顕著な軽減を行うために、トレーディング・デスクがとる行動、各トレーディング・デスクがリスク・マネジメント目的で利用することができる商品（*products, instruments*）及びエクスポージャー、各トレーディング・デスクが、そのマーケット・メイクに関連する活動及び在庫のリスクを管理するために用いることのできる技法（*techniques*）及び戦略（*strategies*）、これらのリスクを軽減するためにトレーディング・デスクの行う行動が、これらのリスクを軽減するのに効果的であり、かつ、効果的であり続けることを確実にする手続（*process*）、戦略（*strategies*）及び責任者（*personnel responsible*）

(C)各トレーディング・デスクについて、その「マーケット・メイク関連活動」の性質（*nature*）及び数量（*amount*）に基づき、前記②に掲げる要素に対応した（*address*）、次の(1)～(4)に

関する制限

- (1)マーケット・メイクの在庫の数量、種類及びリスク
 - (2)トレーディング・デスクが、リスク・マネジメント目的で利用することができる商品 (products、instruments) 及びエクスポージャーの数量、種類及びリスク
 - (3)その金融エクスポージャーにより生じるリスク要素についてのエクスポージャー・レベル
 - (4)金融商品を保有できる期間
- (D)各トレーディング・デスクによる制限の遵守についての内部統制及び継続的なモニタリング・分析
- (E)トレーディング・デスクの制限を超えるような取引のレビュー (review) と承認 (approval) を求める拡大手続 (escalation procedures)、トレーディング・デスクの制限の暫定的又は恒久的な拡大の根拠についての論証できる分析 (demonstrable analysis)、これらの論証できる分析や承認についての独立レビュー (independent review) を含む承認手続 (authorization procedures)
- ④前記③(C)が定める制限を超えた場合に、トレーディング・デスクが、制限の超過後、可能な限り迅速に、その制限を遵守している状況に戻す行動をとる。
- ⑤ (適用除外が認められる) 「マーケット・メイク関連活動」に従事する者の報酬の取決め (compensation arrangements) が、禁止されている自己勘定取引に対する報奨又はインセンティブとならないように設計されている。
- ⑥その銀行等が、適用される法律に基づき、(適用除外が認められる) 「マーケット・メイク関連活動」に関する業務を行うために必要な免許又は登録を受けている。

(注1) 1又は複数の金融商品 (financial instruments) 及びそれと結びつけられたローン、商品 (commodities)、外国為替又は通貨 (foreign exchange or currency) であって、銀行等又はその関係会社によって保有され、特定のトレーディング・デスクによって、そのトレーディング・デスクのマーケット・メイク活動の一部として管理されているもののリスクの合計のこと (共通規則 4 条 (b) (4))。

(注2) 具体的には、文書化された方針・手続、内部統制システム、マネジメント・フレームワーク、独立テスト等、トレーディング担当者やマネージャーの訓練、記録の作成保存などが定められている (共通規則 20 条 (b))。

マーケット・メイク関連活動についての適用除外の設計は、ボルカー・ルールに関する規制制定の過程でも、特に難航した事項の一つだといわれている²⁸。実際、共通規則の前文においても、マーケット・メイク関連活動についての適用除外に関して、(全文 900 ページ弱のうち) 約 180 ページを費やして、条文の趣旨、原案に対して寄せられた意見、それに対する当局の見解などを解説している。そのことから、重要な争点であったことがうかがわれるだろう。

もちろん、行為者の「主観」に立てば、顧客の要請に応じて市場に流動性を提供することを意図して行われるマーケット・メイクと、短期の価格変動で最大限の利益を上げることを追及

²⁸ 2013年9月10日付 THE WALL STREET JOURNAL 電子版 (online.wsj.com)、2013年9月24日付日本経済新聞電子版など。

する自己勘定取引との間には、明確に一線を画すことが可能だとの主張もあり得るだろう。しかし、行為者の「頭の中」（あるいは「心の中」）をのぞき見ることができない以上、「主観」のみに依拠して区別することは現実的ではなく、何らかの外形的・客観的な基準を設定する必要がある。金融機関が自ら売買の当事者となってリスクを負って取引するという点においては、マーケット・メイクは、外形的には自己勘定取引と大きく異ならないため、両者を峻別する基準の設定が困難な作業であったことは、容易に想像できるだろう。

原案では、銀行等の行うマーケット・メイク関連活動について適用除外が認められるための要件の設定は、売買が真正に（bona fide）マーケット・メイクに関連して行われたことを担保するという観点から行われたと説明されていた²⁹。

最終的な共通規則が定める要件についても、（適用除外が認められる）マーケット・メイク関連活動と（禁止される）自己勘定取引を区別するためのものだと説明されている³⁰。加えて、銀行等が、マーケット・メイク関連活動の健全な実施に合致するよう、適用除外となる活動のリスクを意識し（aware）、監視し（monitor）、制限する（limit）ことを担保する目的もあるとされている³¹。

その内容については、大枠において、原案の考え方や枠組みを踏まえたものとなっているが、寄せられた意見などを踏まえて、求められるコンプライアンス・プログラムの要素の拡充（前記③）、リスクの制限に関する条項（前記③(C)、④）など、重要な変更が行われている。また、共通規則においては、マーケット・メーカーの正当な業務を阻害することがないように、個々の取引ごとではなく、個々のトレーディング・デスクにおけるマーケット・メイク関連活動全体で判断されることや、各金融商品市場の流動性などを考慮することを明確化したとも説明されている（前記②、③など）³²。

なお、原案では、銀行等が受け取る「マーケット・メイク関連活動」の対価（フィー、手数料など）についても、それが「取引勘定」の保有対象の価値の騰貴などに関連付けられていないことが要件として定められていた（原案 4 条(b)(2)(v)）。最終的な共通規則では、寄せられた意見などを踏まえて³³、こうした銀行等が受け取る「マーケット・メイク関連活動」の対価に関する要件は削除されている。この点については、別途、「包括的な損益属性(Comprehensive Profit and Loss Attribution)」の報告を要求していること（共通規則 Appendix A IV 4）から、その分析等を通じてマーケット・メイクを行うトレーディング・デスクの収益構造を把握することが可能であり、直接的な規定を設ける必要はないと判断したとの説明がなされている³⁴。その意味では、要件そのものは削除されたものの、その思想・理念（≒「マーケット・メイク」を隠れ蓑とした「自己勘定取引」は許されない）は維持されているものと思われる。

²⁹ 前文 p.141、原案の前文 p.54。

³⁰ 前文 p.156。

³¹ 前文 p.156。

³² 前文 pp.167-168、p.195 note.711 など。

³³ 原案の「マーケット・メイク関連活動」に関して寄せられた意見の中でも、「対価」要件に関する意見は、特に多いものの一つだったとされている（前文 p.304）。

³⁴ 前文 pp.304-307。

また、原案では、マーケット・メイクに伴うヘッジについて、一応、「マーケット・メイク関連活動」との関連において行われる売買と推定されるものの、後述する「リスク軽減のヘッジ活動」の要件なども満たすことが求められていた（原案4条(b)(3)）。

最終的な共通規則では、マーケット・メイクに伴うヘッジの取扱いは、基本的に、適用除外が認められる「マーケット・メイク関連活動」の要件（マーケット・メイクを行うトレーディング・デスクのコンプライアンス・プログラム（前記②）など）の中で判断され、マーケット・メイクを行うトレーディング・デスクにより実行・管理されている限り、別途、「リスク軽減のヘッジ活動」の要件を満たす必要はないとの考え方が示されている³⁵。

その他にも、原案には、許容される「マーケット・メイク関連活動」と禁止される「自己勘定取引」を区別する際の考え方を解説した Appendix B（“Commentary Regarding Identification of Permitted Market Making-Related Activities”）が付されていた。最終的な共通規則では、ルールの明確化のため、規則本体に詳細な基準を定めたとして、原案の Appendix B は削除されている³⁶。

(v) リスク軽減のヘッジ活動（risk-mitigating hedging activities）

銀行等による「リスク軽減のヘッジ活動（risk-mitigating hedging activities）」であって、個別又は全体のポジション、契約その他の保有と関連付けて行われるものであり、かつ、これらのポジション等と関連付けて特定のリスクを軽減するように計画されたものについては、自己勘定取引禁止の対象とはならない（共通規則5条(a)）。つまり、銀行等は自己勘定による売買が可能である。

銀行等が行う「リスク軽減のヘッジ活動」について、適用除外が認められるためには、次の①～③の要件をすべて満たさなければならない（共通規則5条(b)）。これらの要件は、大まかに、①「コンプライアンス・プログラム」要件、②「ヘッジ活動」要件（リスクの特定、リスクの明確な減少、継続的なモニタリングなど）、③「報酬」要件と整理できるだろう。

①その銀行等が、「リスク軽減のヘッジ活動」の適用除外要件を遵守することを担保するよう合理的に設計された Subpart D（注）に定める内部コンプライアンス・プログラム（internal compliance program）を整備（establish）、実施（implement）、維持（maintain）、執行（enforce）している。（次の(A)～(C)を含むものに限る。）

(A)ヘッジに利用することができるポジション、技術（techniques）、戦略（strategies）に関する合理的に設計され、文書化された方針（policies）及び手続（procedures）（特定のトレーディング・デスクがリスク軽減のヘッジ活動に利用できるポジション、契約その他の保有のほか、それらのポジション等についての上限（position limits）や期限（aging limits）を

³⁵ 前文 p.282。なお、逆に、「マーケット・メイク関連活動」の要件を満たさない場合でも、別途、「リスク軽減のヘッジ活動」の要件を満たせば、やはり適用除外が認められるものと考えられる（前文 pp.283-284）。

³⁶ 前文 p.316。なお、ガイダンス（ガイドライン）としての役割は、前文の解説そのものが果たすとしている。

示す証跡 (documentation) を含む)

(B)内部統制 (internal control)、継続的な監視 (monitoring)、管理 (management)、承認手続 (authorization process) (適切な拡大手続 (escalation process) を含む)

(C)ヘッジに利用することができるポジション、技術、戦略が、ヘッジの対象となる具体的に特定できるリスクを明確に (demonstrably) 減少させ、又は顕著に (significantly) 軽減させると合理的に期待できることを担保するために計画された分析及び独立テスト (independent testing) の実施 (そのヘッジ活動が、ヘッジの対象となる具体的に特定できるリスクを明確に減少又は顕著に軽減させることを証明するような相関関係分析の実施を含む)

②「リスク軽減のヘッジ活動」が、次の(A)~(D)の要件をすべて満たす。

(A)「リスク軽減のヘッジ活動」の適用除外要件の下で要求される文書化された方針 (policies)、手続 (procedures)、内部統制に従って行われている。

(B)ヘッジ活動 (ヘッジ活動の修正を含む) の開始時点において、その銀行等の特定されたポジション、契約その他の保有に関連して生じる一つ又は複数の具体的に特定できるリスク (市場リスク、カウンターパーティーその他の信用リスク、貨幣・外国為替リスク、金利リスク、商品価格リスク、ベシス・リスク (basis risk)、その他これに類するリスクを含む) を、その特定された基礎 (underlying) 及びヘッジ (hedging) のポジション等やそのリスクや流動性に関する事実 (facts) と状況 (circumstances) に基づいて、減少又は顕著に軽減させるように計画され、かつ、明確に (demonstrably) 減少又は顕著に軽減させるものである。

(C)それ自体は、本条に従って同時にヘッジされることのない顕著な新しい又は追加的なリスクを、ヘッジの開始に伴って生じるものではない。

(D)その銀行等による、次の(1)~(3)の要件を満たす、継続的なレビュー (review)、監視 (monitoring)、管理 (management) に服している。

(1)前記①(A)で要求される文書化されたヘッジ方針・手続に従ったものである。

(2)本条に従って開始されたリスク軽減のヘッジ活動や、その基礎 (underlying) となるポジション、契約その他の保有により、時間の経過とともに発現する具体的に特定できるリスクを、その特定された基礎 (underlying) 及びヘッジ (hedging) のポジション等やそのリスクや流動性に関する事実 (facts) と状況 (circumstances) に基づいて、減少又は顕著に軽減させるように計画され、かつ、明確に (demonstrably) 減少又は顕著に軽減させるものである。

(3)ヘッジ活動が、この②で定める要件を遵守すること、及び禁止された自己勘定取引に該当しないことを担保するため、そのヘッジ活動についての銀行等による継続的な再検証 (recalibration) を行うことを要求しているものである。

③ (適用除外が認められる) 「リスク軽減のヘッジ活動」に従事する者の報酬の取決め (compensation arrangements) が、禁止されている自己勘定取引に対する報奨又はインセンティブとならないように設計されている。

(注) 具体的には、文書化された方針・手続、内部統制システム、マネジメント・フレームワーク、独立テスト等、トレーディング担当者やマネージャーの訓練、記録の作成保存などが定められている（共通規則 20 条 (b)）。

加えて、リスク軽減のヘッジ目的を有するとして、適用除外を受けようとする金融商品の売買が、次の(イ)～(ハ)のいずれかに該当する場合には、（前記①～③に加えて）④及び⑤の要件も満たさなければならない（共通規則 5 条(c)）。これは、実際にポジション等の設定に責任をもつ組織とは、異なるレベルの組織においてヘッジ活動を行う場合や、複数のトレーディング・デスクにまたがる場合などについて、追加的な証跡の作成（enhanced documentation）を求めるものと考えられる³⁷。

(イ) そのヘッジ活動がリスクを軽減するべく計画されている、基礎（underlying）となるポジション、契約その他の保有につき、それを設定する（又は責任を有する）特定のトレーディング・デスクによって設定されたものでない場合

(ロ) その売買がリスクを軽減するべく計画されている、基礎となるポジション、契約その他の保有につき、それを設定する（又は責任を有する）特定のトレーディング・デスクにより設定されたものではあるが、前記①又は「マーケット・メイク関連活動」の適用除外要件に基づき文書化された方針（policies）及び手続（procedures）において、そのトレーディング・デスクがヘッジに利用することができる商品（product、instrument）、エクスポージャー、技術（technique）、戦略（strategy）として具体的に特定されていない金融商品、エクスポージャー、技術、戦略を通じて行われるものである場合

(ハ) 複数のトレーディング・デスクにまたがる全体ポジション（aggregate position）をヘッジするために設定されたものである場合

④前記(イ)～(ハ)のいずれかに該当する売買に関連して、銀行等は、最低限、その売買と同時に、次の(A)～(C)の証跡を作成しなければならない。

(A) その売買によって軽減が計画されている、その銀行等のポジション、契約その他の保有についての具体的に特定できるリスク

(B) その売買が実現するべく計画されている具体的なリスク軽減戦略

(C) そのヘッジを設定し、責任を有するトレーディング・デスクその他のビジネス・ユニット

⑤銀行等は、本項の要件の遵守を証明するのに十分な記録を作成し、5年以上（他の法律又は本規則の他の条項がより長い期間を求めている場合は、その期間とする）、当該銀行等が当局の要請に応じて、直ちに（promptly）提出できる形態で、保存しなければならない。

³⁷ 前文 p.327、p.360。

リスク軽減のヘッジ活動についての適用除外の設計も、ボルカー・ルールに関する規則制定の過程で、難航した事項の一つだといわれている³⁸。特に、2012年に起こった大手金融機関のロンドン・オフィスを舞台とした巨額損失事案において、当初、その担当部署の取引は「ヘッジ」だとの主張がなされたことから、ボルカー・ルールに関する規則制定の行方にも大きな関心が寄せられることとなった³⁹。

最終的な共通規則における適用除外が認められるヘッジ活動の要件は、リスクを減少させるように計画され、明確に（demonstrably）リスクを減少させるものであることに重点を置いて設定されたと説明されている⁴⁰。

原案と比較すると、原案から引き継がれたと考えられる事項も多いが、寄せられた意見なども踏まえ、銀行等に求められるコンプライアンス・プログラムの要素の拡充などといった修正が行われている。また、個々の取引ベースのヘッジを要求するものではなく、全体ポジション（aggregated position）のヘッジも許容するものであることも明確化されている⁴¹。ただし、全体ポジションのヘッジであっても、あくまでも特定のポジションから生じる特定のリスクを軽減するものでなければならない。言い換えれば、ポジションやリスクを特定しない、例えば、銀行等の資産及び（又は）負債全般に関連したリスクの減少のためのヘッジ（いわゆる包括ヘッジ）などは認められないとの見解が示されている⁴²。

なお、原案では、ヘッジ活動とリスクとの間に「合理的な相関関係（reasonable correlation）」が存在し、維持されることを要件として求めていた（原案 5 条(b)(2)(iii)、(v)(B)）。これが、最終的な共通規則では、コンプライアンス・プログラムにおける「リスクを明確に減少又は顕著に軽減させることを証明するような相関関係分析」を求めるという形で整理されている（前記①(C)）。これは、数学的な意味における厳密な相関関係の証明まで要求する趣旨ではなく、相関関係分析の性質（nature）と範囲（extent）が、ヘッジとその対象となるリスクに関する事実（facts）と環境（circumstances）に基づいたものであることを求める趣旨と説明されている⁴³。同時に、単純な相関関係の有無のみに着目するのではなく、ヘッジ活動が本当にリスクの減少・軽減のためのものとなっているかを重視する意図とも説明されている⁴⁴。

(vi) 顧客のための取引（trading on behalf of customers）

顧客のため（on behalf of customers）に行われる証券その他の売買等であれば、銀行等は自己勘定取引を行うことが認められる（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条

³⁸ 2013年9月10日付 THE WALL STREET JOURNAL 電子版（online.wsj.com）、2013年9月24日付日本経済新聞電子版など。

³⁹ 同事案の詳細については、吉川真裕「ロンドンの鯨」（日本証券経済研究所『証券経済研究』第82号（2013年6月）pp.91-104）など参照。

⁴⁰ 前文 p.320。

⁴¹ 前文 p.319。

⁴² 前文 pp.345-346。

⁴³ 前文 p.332。なお、仮に、ヘッジとリスクの相関関係が立証できない場合であっても、相関関係以外の方法でリスクの減少・軽減を証明することなどを通じて、適用除外が認められる余地があるとされている。

⁴⁴ 前文 pp.349-350。

(d)(1)(D)。

共通規則は、自己勘定取引禁止の適用除外が認められる「顧客のため」の取引として、「委託取引 (fiduciary transactions)」と「リスクのない自己取引 (riskless principal transactions)」の二つの類型を定めている。

「委託取引 (fiduciary transactions)」とは、銀行等が、信託 (trustee) 又はそれと同様の受託者の資格 (fiduciary capacity) に基づいて行う金融商品の売買であって、次の①及び②の要件を満たすものである (共通規則 6 条(c)(1))。

- ①その取引が、顧客の計算において (for the account of)、又は顧客のために (on behalf of) 行われている
- ②銀行等は、その金融商品について、実質的な所有権 (beneficial ownership) を取得 (have) 又は保持 (retain) しない。

「リスクのない自己取引 (riskless principal transactions)」とは、銀行等が、金融商品の買い (又は売り) 注文をある顧客から受託した後、その金融商品を自己の計算において買い付ける (又は売り付ける) 取引であって、(その取引と) 同時に行われる (contemporaneous) 当該 (注文を受託した) 顧客への売却 (又は当該顧客からの取得) をオフセットするためのものと定められている (共通規則 6 条(c)(2))。なお、「リスクのない自己取引」が許容されるのは、あくまでも注文を顧客から受託した後に行われるケースであって、顧客の注文に先んじて行うことは、潜脱行為に利用される危険性があり、認められないとされている⁴⁵。

原案と比較すると、その基本となる考え方は維持されているものと思われるが、全体の構成のほか、例えば、(i)「委託取引 (fiduciary transactions)」について、投資助言業者 (investment advisor)、商品取引助言業者 (commodity trading advisor) といった個別列挙を行わず、受託者の資格 (fiduciary capacity) という一般的な規定に整理されている、(ii)原案で「顧客のための売買等」の一つと位置付けられていた保険会社による分離勘定 (separate account) を通じた売買が、後述する「保険会社の取引」として別建ての区分に整理されている、といった変更が加えられている。

(vii) 保険会社の取引 (trading by a regulated insurance company)

例えば、預金取扱金融機関の子会社・関係会社である保険会社 (又はその関係会社) は、「銀行等」に該当し、原則として、ボルカー・ルール⁴⁵の適用対象となる。ただし、「銀行等」に該当する保険会社 (又はその関係会社) による金融商品の売買であっても、次の①～③の要件をすべて満たす場合には、自己勘定取引禁止の対象とはならない (共通規則 6 条(d))。つまり、

⁴⁵ 前文 p.397。

「銀行等」に該当する保険会社（又はその関係会社）は、これらの要件を満たす限り、自己勘定取引が可能である。

- ①保険会社又はその関係会社による金融商品の売買が、専ら、次の(A)又は(B)のいずれかとしてのみ行われる。
- (A)保険会社の一般勘定 (general account)
- (B)保険会社によって設定された分離勘定 (separate account)
- ②その売買が、その保険会社が拠点を置く州又は法域における保険会社の運用に関する法律、規則、文書化されたガイダンス (written guidance) を遵守し、かつ、それに服して実施される。
- ③管轄権を有する連邦銀行当局が、金融安定監視協議会 (Financial Stability Oversight Council、FSOC)、及び関係を有する適切な州及び海外法域の保険局長 (insurance commissioners) との協議の結果、前記②の特定の法令、文書化されたガイダンスが、銀行等の安全性・健全性、及び合衆国の金融の安定性を保護するために不十分なものではないと、通知・コメントを通じて、共同して判断している。

(viii) 外国銀行等による投資活動 (trading activities of a foreign banking entities)

ドッド・フランク法の下でも、外国銀行等（例えば、日本の銀行）による取引については、それが専ら米国外で行われている限り、ボルカー・ルールに基づく自己勘定取引禁止の対象とはならない（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(1)(H)）。つまり、外国銀行等は、それを専ら米国外で行う限り、自己勘定取引が可能である。

共通規則では、外国銀行等による自己勘定取引が許容される要件を、より具体的に、次の①～③をすべて満たす場合と定めている（共通規則 6 条(e)(1)(3)）。

- ①その銀行等は、合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立されておらず、かつ、直接的又は間接的に、合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立された銀行等による支配を受けていない。
- ②その売買は、銀行持株会社法 4 条(c)(9)又は(13)の要件を満たす（外国）銀行等によって行われている。
- ③その売買は、次の(A)～(E)のすべての要件を満たして行われる。
- (A)自己売買を実行している銀行等（当該売買をアレンジし (arrange)、交渉し (negotiate)、又は執行する (execute) 銀行等の職員又は関係会社を含む）は、合衆国内に所在 (locate) せず、合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立されていない。
- (B)自己売買の決定 (decision) を行う銀行等（その担当者を含む）は、合衆国内に所在 (locate) せず、合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立されていない。

(C)その売買（売買を行った商品に関するリスク軽減のヘッジ（risk-mitigating hedging）から生じる取引を含む）が、合衆国内に存在（locate）する（注1）、若しくは合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立された支店・関係会社の自己勘定に、直接又は連結ベースで、計上されない。

(D)その銀行等の売買に対するファイナンスが、直接又は間接に、合衆国内に所在する（注1）、若しくは合衆国の連邦法又は州法に基づいて設立された支店・関係会社から提供されない。

(E)次の(1)～(3)のいずれかに該当する場合を除き、その売買が米国の法人（U.S. entity）（注2）と共に、又は米国の法人を通じて実行されていない。

(1)米国の法人の海外活動（foreign operation）に伴う売買。ただし、その米国の法人の合衆国内に所在（locate）する職員が、当該売買のアレンジ（arrange）、交渉（negotiate）、又は執行（execute）に関与していない場合に限る。

(2)関係を有さない市場仲介者（unaffiliated market intermediary）（注3）による自己取引との売買。ただし、当該売買が、中央清算機関（central counterparty）である清算機関（clearing agency）又はデリバティブ清算機関（derivative clearing organization）を通じて、速やかに（promptly）清算・決済される場合に限る。

(3)関係を有さない市場仲介者による委託取引を通じた売買。ただし、当該売買が、取引所又は同様の取引施設において匿名で実行され、かつ、中央清算機関である清算機関又はデリバティブ清算機関を通じて、速やかに清算・決済される場合に限る。

（注1）外国銀行等の米国支店（branch）・代理店（agency）・子会社（subsidiary）は、合衆国内に所在（locate）しているものと判断されるが、これらの支店・代理店・子会社を運営・管理している外国銀行等そのものについては、米国支店・代理店・子会社を運営・管理していることのみを理由として合衆国内に所在していると判断されることはない（共通規則（e）（5））。

（注2）米国の法人（U.S. entity）とは、次のいずれかに該当するものをいう（共通規則 6条(e)(1)(4)）。

—合衆国内に所在（locate）する、又は合衆国の連邦法や州法に基づいて組織された法人（entity）

—合衆国内に所在する、又は合衆国の連邦法や州法に基づいて組織された法人に支配された法人

—合衆国内に所在する、又は合衆国の連邦法や州法に基づいて組織された法人のために、又はその指示（direction）により行動する法人

（注3）関係を有さない法人（entity）であって、仲介者として行動する次のいずれかに該当するものをいう（共通規則 6条(e)(1)(6)）。

—証券取引所法 15 条に基づき SEC に登録しているブローカーやディーラー、又は登録の免除や規制の適用除外を認められているもの

—商品取引所法 4s 条に基づき CFTC に登録しているスワップ・ディーラー、又は登録の免除や規制の適用除外を認められているもの

—証券取引所法 15F 条に基づき SEC に登録している証券スワップ・ディーラー、又は登録の免除や規制の適用除外を認められているもの

—商品取引所法 4f 条に基づき CFTC に登録している先物取引業者（future commission merchant）、又は登録の免除や規制の適用除外を認められているもの

外国銀行等の自己勘定取引に関する、これら前記①～③の適用除外要件は、誰が、どのように取引を行っているのか、より具体的には、取引のリスクを誰が負い、どこでポジションの取得、保持、処分がなされているのかに着目して定められたものと考えられる⁴⁶。

⁴⁶ 前文 p.419 参照。

前記①は、自己勘定取引禁止の適用除外が認められる外国銀行等の設立地に関する要件である。具体的には、外国法に基づいて設立されたものであって、かつ、米国法（州法を含む）に基づいて設立された銀行等の支配を受けていないものと定めている。これは法律（ドッド・フランク法）の文言を踏まえたものと説明されている⁴⁷。

前記②は、自己勘定取引を行う外国銀行等が、その事業などを踏まえて、実態として外国の銀行等であることを求める要件などを定めている。なお、ここでいう「銀行持株会社法4条(c)(9)又は(13)」とは、銀行持株会社に対して、非銀行会社の株式等を保有することを原則禁止する規定（銀行持株会社法4条(a)）の適用を、外国会社が免除されるための要件に関する規定のことである。具体的には、「外国法に基づいて設立され、その大部分（the greater part）の業務を合衆国外で行っている」（同法4条(c)(9)）、「その国際業務又は外国業務に関連して偶発的に行われる場合を除き、合衆国内で事業を行っていない」（同法4条(c)(13)）といった要件が規定されている。これらの銀行持株会社法上の規定に関するより具体的な内容は、FRB規則（Regulation K）によって定められている。

これを踏まえて共通規則でも、外国銀行等が、銀行持株会社法やFRB規則の適用を受ける「外国銀行（foreign banking organization）」に該当する場合、自己勘定取引禁止の適用除外を認められるためには、その銀行等が、FRB規則（Regulation K）を遵守しているなどの要件が定められている。具体的には、外国の銀行等による金融商品の売買が、次の(i)及び(ii)の要件を満たす必要がある（共通規則6条(e)(2)）。

(i) 売買が、共通規則の定める「外国銀行等による投資活動」の要件を遵守していること

(ii) 次の(A)又は(B)のいずれかに該当すること

(A) (外国)銀行等が「外国銀行（foreign banking organization）」である場合、その(外国)銀行等が、FRB規則 Regulation K 211.23(a)、(c)、(e)の定める適格外国銀行要件（qualifying foreign banking organization requirements）を満たしていること

(B) (外国)銀行等が「外国銀行（foreign banking organization）」に該当しない場合、その(外国)銀行等が、合衆国又はその州の法律に基づいて組織されたものではなく、かつ、連結ベースで（on a fully-consolidated basis）、次の(1)～(3)のうち少なくとも2つを満たすこと

(1) 合衆国外で保有する資産総額が、合衆国内で保有する資産総額を超えていること

(2) 合衆国外での事業によって上げる収益（revenue）総額が、合衆国内の事業によって上げる収益総額を超えていること

(3) 合衆国外での事業によって上げる純利益（net income）総額が、合衆国内の事業によって上げる純利益総額を超えていること

⁴⁷ 前文 p.412。

前記③は、適用除外を認められるために（外国銀行等による）取引そのものが満たすべき要件などを定めている。基本的には、米国市場や米国の銀行等との間で、一定のリスク遮断がなされていることなどを求める内容だと考えられよう⁴⁸。

原案と比較すると、前記①②については、一部、修正があるものの、基本的には原案を踏襲したものとなっている。

他方、前記③の要件については、原案では「その売買は、専ら、合衆国外でのみ行われている」こと、具体的には「売買の当事者に、合衆国の居住者が含まれていない」、「売買に直接、関与している銀行等の担当者は、物理的に（physically）、合衆国内に存在していない」、「売買の執行は、すべて（wholly）合衆国外で実行されている」といった要件を満たすことが求められていた（原案 6 条(d)(3)）。こうした原案のアプローチに対しては、「機能しない」、「意図せざる影響が生じる」、「多くの外国銀行等が取引活動や人員を米国外に動かす」などの意見が寄せられたようだ⁴⁹。そのため、最終的な共通規則では、その内容が大きく見直されている。

例えば、共通規則の下では、米国の法人を相手方とする取引であっても、一定の要件を満たす米国外での売買であれば許容されている（前記③(E)(1)）。また、関係を有さない（米国の市場仲介者との取引も、中央清算機関で清算・決済されることなどを要件に許容されている（前記③(E)(2)(3)））。

なお、明文の定めはないが、自己勘定取引を行う外国銀行等は、自らがボルカー・ルールの適用除外要件を遵守することを確保する必要はあるものの、その取引の相手方（例えば、米国の銀行等）がボルカー・ルールを遵守しているか否かを確認する義務までは負わないとの見解が示されている⁵⁰。

(2) 「許容される活動」であっても禁止される場合

前記(1)の「許容される活動」に該当するものであっても、次のいずれかに当たる場合は、適用除外は認められない（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(2)）。つまり、銀行等による自己勘定取引は禁止される。

- ①銀行等とその顧客（clients）、利用者（customers）、取引相手（counterparties）との間で、重要な利益相反（material conflict of interest）を生じる場合
- ②直接又は間接に、ハイリスク資産（high-risk asset）、ハイリスク取引戦略（high-risk trading strategy）への重要なエクスポージャーが生じる場合

⁴⁸ 前文 pp.427-428 参照。

⁴⁹ 前文 pp.415-418。

⁵⁰ 前文 p.428。

③その銀行等の安全性・健全性、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす場合

共通規則では、これらを確認した上で（共通規則 7 条(a)）、「重要な利益相反」、「ハイリスク資産」、「ハイリスク取引戦略」についての定義を定めている⁵¹。

(i) 「重要な利益相反 (material conflict of interest) 」

共通規則は、次のような場合には、その銀行等が、利益相反に対処するための方策（後述）のうち、少なくとも一つをとっていない限り、「重要な利益相反 (material conflict of interest) 」が存在すると定めている（共通規則 7 条(b)(1)）。この定義に関して、原案からの大きな変更点はない。

銀行等が、その取引、一連の取引又は活動に関して、その銀行等の利益が、その顧客、利用者、取引相手の利益と大きく相反する (materially adverse) ものとなる、又はそのような結果を招くような取引、一連の取引又は活動を行う場合

もともと、利益相反の有無は、最終的には「個別の事実と状況 (specific facts and circumstances) 」に依拠すると考えられることから⁵²、結果的に、かなり広い範囲の「利益相反」が対象とされ得るといえるかもしれない。その意味では、実務上、利益相反の有無そのものよりも、（自己勘定取引を行う）銀行等が適切に利益相反への対応・軽減のための方策をとっているか否かの方が重要だとも考えられるだろう。

利益相反に対処するための方策として、共通規則は、利益相反を生じ得る取引等を行う前に、次の(i)又は(ii)を実施することを求めている（共通規則 7 条(b)(2)）。

(i) 適時かつ適切な (timely and effective) 開示

(A)利益相反及びその他の必要な情報について、合理的な範囲で詳細に、かつ、合理的な顧客、利用者、取引相手が、その利益相反について適切に理解するのに有効な方法により、明確 (clear)、適時 (timely)、適切 (effective) な開示が行われる かつ

(B)前記の開示が、その利益相反によって生じる重大な不利益を、無効化 (negate) 又は十分に軽減する (substantially mitigate) 機会を、顧客、利用者、取引相手に提供する方法で行われる

⁵¹ なお、今後、ボルカー・ルールの実際の運用なども踏まえて、ベスト・プラクティスに関する追加的なガイドダンスの策定が予定されているようだ（前文 p.435）。

⁵² OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.105、前文 p.436 など参照。

(ロ) 情報隔壁 (information barriers)

◇銀行等が、利益相反によって顧客、利用者、取引相手に大きな相反する効果を与える（又は結果として生じる）ことを防止するために、その銀行等の業務の性質を考慮して、合理的に設計され、文書化された方針・手続（例えば、担当者や機能を物理的に分離すること、活動の種類に制限を設けること）によって証跡化（memorialize）された情報隔壁を設置（establish）、維持（maintain）、実行（enforce）していること

なお、「(ロ)情報隔壁」の方策に関しては、特定の取引等については、情報隔壁の設置にもかかわらず、顧客、利用者、取引相手に大きな相反する効果を与え得る（又は結果として生じ得る）ことを、その銀行等が知っている（又は合理的に知るべき立場にある）場合には、適切な利益相反に対処するための方策とは認められないこととされている（共通規則7条(b)(2)）。

(ii) 「ハイリスク資産 (high-risk asset) 」

共通規則は、前記②の「ハイリスク資産 (high-risk asset) 」を「銀行等が保有した場合、その銀行等が重大な財務上の損失 (substantial financial loss) を被る、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす可能性が顕著に増加するような資産又は一群の関連する資産」と定義している（共通規則7条(c)(1)）。

原案において「……破綻する可能性が顕著に増加するような……」とされていた箇所が、最終的な共通規則では「……合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす可能性が顕著に増加するような……」と修正されている。

なお、これに該当する具体的な資産の種類などについては、特に定められていない。

(iii) 「ハイリスク取引戦略 (high-risk trading strategy) 」

共通規則は、前記②の「ハイリスク取引戦略 (high-risk trading strategy) 」を「銀行等が行った場合、その銀行等が重大な財務上の損失 (substantial financial loss) を被る、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす可能性が顕著に増加するような取引戦略」と定義している（共通規則7条(c)(2)）。

前記(ii)と同様、原案において「……破綻する可能性が顕著に増加するような……」とされていた箇所が、最終的な共通規則では「……合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす可能性が顕著に増加するような……」と修正されている。

なお、これに該当する具体的な取引戦略の種類などについては、特に定められていない。

3. コンプライアンス・プログラムなど

銀行等は、ボルカー・ルール（自己勘定取引禁止だけでなく、ヘッジ・ファンド等投資禁止も含む）の遵守を確保し、モニタリングするために合理的に設計されたコンプライアンス・プログラムを策定し、継続的な管理に供することが求められる（共通規則 20 条(a)）。コンプライアンス・プログラムには、原則として、次の事項を、最低限、盛り込むことが求められている⁵³（同 20 条(b)）。

- ①（証跡（document）、モニタリング、取引上限（limit）などに関する）文書化された方針・手続（written policies and procedures）
- ②内部統制システム（system of internal controls）
- ③マネジメント・フレームワーク（management framework）
- ④独立テスト・監査（independent test and audit）
- ⑤取引担当者及びマネージャーに対するトレーニング
- ⑥（遵守の証跡となる）記録（records）の作成・保存（注）

（注）5 年（当局がより長い期間を求めている場合は、その期間）以上保存し、当局の要請があれば直ちに（promptly）提供することが求められる（共通規則 20 条(b) (6)）。

さらに、前記 2 の適用除外規定に基づいて自己勘定取引を行う銀行等に対しては、原則、次の規制も遵守することが求められている。

- (A) 顕著なトレーディング資産・負債を保有する銀行等（注 1）に対する当局への定期的な報告義務等（注 2）（共通規則 20 条(d)(1)、Appendix A）
- (B) コンプライアンス・プログラムが満たすべき追加的な要件（enhanced minimum standards）（共通規則 20 条(c)(1)、Appendix B）

（注 1）具体的には、その銀行等及びその子会社・関係会社の連結ベース（外国銀行等の場合、米国事業の統合ベース（combined U. S. operations））のトレーディング資産・負債（米国債等を除く）の平均総計額（average gross sum）が一定以上の銀行等（4. 施行時期参照）、及び当局が指定した銀行等とされている（共通規則 20 条(d) (1)）。

（注 2）報告頻度は銀行等の規模によって異なるが、トレーディング資産・負債が 500 億ドル以上の場合、毎月の月次の報告が求められる（共通規則 20 条(d) (3)）。

⁵³ そもそも自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等を行っていない銀行等や、規模の小さい銀行等については、一定の例外措置が設けられている（共通規則 20 条(f)）。

4. 施行時期

共通規則は、2014年4月1日から施行される。ただし、銀行等による規制の遵守の期限は、2015年7月21日とされている。

また、トレーディング資産・負債に関する報告義務等（前記3(A)）については、次の通り、段階的に実施される（共通規則20条(d)(2)）。

連結トレーディング資産・負債が500億ドル以上の銀行等	2014年6月30日
連結トレーディング資産・負債が250億ドル以上の銀行等	2016年4月30日
連結トレーディング資産・負債が100億ドル以上の銀行等	2016年12月31日

おわりに

ドッド・フランク法の制定（2010年7月）から3年以上を経過して、ようやくボルカー・ルールに関する最終的な共通規則がとりまとめられた。

今回の共通規則に対しても、規制反対派からの「過剰規制」、規制推進派からの「改革の後退」といった批判があるようだ。もっとも、こうした批判は、今に始まったことではなく、既に法案の審議の段階から議論されていたものである。その意味では、これらは、法律の細則を定めたに過ぎない今回の共通規則に対するものというよりは、むしろドッド・フランク法（及びボルカー・ルール）そのものに向けられた批判と見ることもできるようなにも思われる。

原案との比較でみると、寄せられた意見を受けて修正された箇所（例えば、外国国債等（外国政府機関債等）の取扱いなど）や、規定の明確化が図られた箇所もある一方で、抽象的な記述や基本的な考え方を示すにとどまる箇所なども残っている。その意味で、今後の実務運用・解釈に委ねられた部分もまだ多いというのが、筆者の印象である⁵⁴。

2014年2月に行われた米国議会下院金融サービス委員会でのタルーロ FRB 理事の証言⁵⁵によれば、共通規則をとりまとめた米国の5つの金融当局は、ボルカー・ルールの運用・解釈の一貫性を確保する観点からワーキング・グループを組織し、活動を開始したとのことである。実務面では、今後、こうした運用・解釈の動向に注目する必要があるだろう。

⁵⁴ そうした観点からの報道として、2013年12月19日付フジサンケイビジネスアイなど参照。

⁵⁵ “Statement by Daniel K. Tarullo Member Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives Washington, D.C. February 5, 2014”
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/tarullo20140205a.htm>

(参考) ボルカー・ルール (自己勘定取引の禁止) の概略

1. 自己勘定取引の原則禁止

銀行等は、別段の定めのある場合を除き、**自己勘定取引**を行ってはならない。

銀行等 (⇒本文 1 (2))	<ul style="list-style-type: none"> ①預金取扱金融機関 ②上記①を支配する会社 ③1978 年国際銀行法 8 条によって「銀行持株会社」として取り扱われる会社 (米国内に支店等を有する外国銀行など) ④これらの子会社・関係会社 <p>ただし、次のものを除く</p> <ul style="list-style-type: none"> —上記①～③のいずれにも該当しない対象ファンド (ヘッジ・ファンド等) —中小事業投資会社が支配するポートフォリオ会社等 —FDIC の一定の活動
自己勘定取引 (⇒本文 1 (3))	銀行等の 取引勘定 において、1 又は複数の 金融商品 の売買に、当事者として関与すること
取引勘定 (⇒本文 1 (3) (i))	<ul style="list-style-type: none"> ①短期 (short-term) の転売等の目的のために 1 又は複数の金融商品を売買するための勘定 ②「市場リスク資本ルール」の適用対象となる銀行等の取引のための勘定 ③ディーラーとしての取引のための勘定
金融商品 (⇒本文 1 (3) (ii))	<ul style="list-style-type: none"> ◇証券 ◇デリバティブ ◇将来において受け渡す商品の売付け契約 <p>ただし、次のものを除く</p> <ul style="list-style-type: none"> —ローン —一定の商品 (コモディティ) —外国為替又は貨幣

2. 自己勘定取引に該当しない取引 (⇒本文 1 (4))

- ◇いわゆる買戻条件付契約に基づく売買
- ◇いわゆる証券貸借取引に基づく売買
- ◇真正な (bona fide) 流動性マネジメント目的に基づく売買
- ◇清算機関等が、金融商品の清算に関連して行う売買
- ◇清算機関等のメンバーによる適用除外清算活動
- ◇一定の義務の履行のために行われる取引
- ◇専ら、代理、ブローカー、カストディアンとしての売買
- ◇年金プランの受託者としての売買
- ◇担保の取得と売却など一定の負債の回収手続における売買

3. 許容される活動とその主な要件

政府機関債等の売買 (⇒本文 2 (1) (i))	<ul style="list-style-type: none"> ◇米国債等 ◇GNMA など一定の機関の債券等 ◇米州債等 ◇FDIC 債等
------------------------------	---

<p>外国政府機関債等 (⇒本文 2 (1) (ii))</p>	<p>(外国銀行等の米国関係会社の場合) ◇銀行等（又はそれを支配する者）が外国法に基づいて設立 ◇その設立地の本国政府等の債券の売買 ◇米国の預金保険の対象となる預金取扱金融機関によって行われるものではない</p> <p>(米国銀行等の外国関係会社の場合) ◇外国銀行、外国証券ディーラーに該当 ◇その設立地の本国政府等の債券の売買 ◇金融商品が外国法人によって所有され、米国会社によってファイナンスされていない</p>
<p>引受け (⇒本文 2 (1) (iii))</p>	<p>◇分売の引受人として行動、かつ、そのトレーディング・デスクの引受ポジションをその分売に関連付け ◇顧客等の短期間 (near term) の需要を超えないように計画、かつ、流動性等を考慮して、合理的な期間内に処分等する合理的な取組み ◇コンプライアンス・プログラムの整備等 ◇従事する者の報酬が自己勘定取引に対するインセンティブ等とならないように設計 ◇業務に必要な免許・登録</p>
<p>マーケット・メイク (⇒本文 2 (1) (iv))</p>	<p>◇恒常的なマーケット・メイクの用意、かつ、流動性等に基づき、合理的な規模で市場周期を通して、気配提示等を行う意思と能力 ◇顧客等の短期間 (near term) の需要を超えないように計画 ◇コンプライアンス・プログラムの整備等 ◇制限超過時の迅速な取組み ◇従事する者の報酬が自己勘定取引に対するインセンティブ等とならないように設計 ◇業務に必要な免許・登録</p>
<p>リスク軽減のヘッジ活動 (⇒本文 2 (1) (v))</p>	<p>◇コンプライアンス・プログラムの整備等 ◇ヘッジ活動に関するリスクの特定、リスクの明確な減少、継続的なモニタリングなど ◇従事する者の報酬が自己勘定取引に対するインセンティブ等とならないように設計 ※なお、実際にポジション等の設定に責任をもつ組織とは異なるレベルの組織においてヘッジ活動を行う場合などについては、追加的な要件が課される</p>
<p>顧客のための取引 (⇒本文 2 (1) (vi))</p>	<p>(委託取引の場合) ◇顧客の計算において、又は顧客のために行われている ◇銀行等は、その金融商品につき、実質的な所有権を取得等しない</p> <p>(リスクのない自己取引の場合) ◇金融商品の買い（又は売り）注文をある顧客から受託した後、その金融商品を自己の計算において買い付ける（又は売り付ける）取引であって、それと同時に行われる当該顧客への売却（又は当該顧客からの取得）をオフセットするためのもの</p>
<p>(「銀行等」に該当する) 保険会社の取引 (⇒本文 2 (1) (vii))</p>	<p>①専ら、保険会社の一般勘定又は分離勘定としてのみ行われる ②法令等を遵守し、それに服して実施される ③前記②の法令等が銀行等の安全性・健全性、米国の金融の安定性を保護するために不十分ではない</p>
<p>外国銀行等による投資活動 (⇒本文 2 (1) (viii))</p>	<p>①外国法に基づいて設立、かつ、米国銀行等の支配を受けていない ②FRB 規則 (Regulation K) などを遵守している ③米国銀行等などとの間で、一定のリスク遮断（自己売買を実行・決定している者が米国内に所在しないなど）がなされている</p>

4. 許容される活動であっても禁止される場合（⇒本文2(2)）

許容される活動であっても、次のいずれかに該当すれば、銀行等による自己勘定取引は禁止される

- ①銀行等とその顧客、利用者、取引相手との間で、**重要な利益相反**を生じる場合
- ②直接又は間接に、**ハイリスク資産、ハイリスク取引戦略**への重要なエクスポージャーが生じる場合
- ③その銀行等の安全性・健全性、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす場合

重要な利益相反	銀行等が、その取引等に関して、その銀行等の利益が、その顧客等の利益と大きく相反するものとなる、又はそのような結果を招くような取引等を行う場合には、その銀行等が、 利益相反に対処するための方策 のうち、少なくとも一つをとっていない限り、重要な利益相反が存在する
利益相反に対処するための方策	◇適時かつ適切な開示 ◇情報隔壁
ハイリスク資産	銀行等が保有した場合、その銀行等が重大な財務上の損失を被る、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす可能性が顕著に増加するような資産又は一群の関連する資産
ハイリスク投資戦略	銀行等が行った場合、その銀行等が重大な財務上の損失を被る、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす可能性が顕著に増加するような取引戦略

5. コンプライアンス・プログラム（⇒本文3）

- ①証跡、モニタリング、取引上限などに関する文書化された方針・手続
- ②内部統制システム
- ③マネジメント・フレームワーク
- ④独立テスト・監査
- ⑤取引担当者及びマネージャーに対するトレーニング
- ⑥記録の作成・保存など

6. 施行時期（⇒本文4）

- ◇2014年4月1日から施行
- ◇遵守期限は、2015年7月21日
- ◇なお、顕著なトレーディング資産・負債を保有する銀行等に対する当局への定期的な報告義務等（⇒3(A)）については、2014年6月30日から段階的に実施

（出所）共通規則などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成